KiRi 리포트 2018.7.2.
포커스

# 해외 신종자본증권 발행의 비용 편익 분석

임준환 선임연구위원, 채원영 연구원

요약

■ 최근 국내보험회사는 해외 신종자본증권 발행을 추진하고 있는데 이를 두고 긍정적인 시각과 우려하는 시각이 병존함
- 자본 확충 수단으로 유상증자, 후순위채권, 그리고 신종자본증권 등이 있는데 특히 해외통화표시 신종자본증권 발행 확대가 가장 두드러지는 현상임
- 신종자본증권 발행은 기업회계 기준의 자본과 감독회계 기준의 가용자본으로 인정받아 보험회사의 지급여력비율 관리에 도움이 됨
- 반면 투자운용 이익률을 초과하는 이자비용을 부담하면서 신종자본증권을 조달하는 것은 향후에 재무부담이 될 우려가 있음

■ 이러한 평가에 앞서 먼저 해외통화표시 신종자본증권 발행 현황 및 특징을 살펴볼 필요가 있음
- 국내 보험회사가 발행한 해외신종자본증권은 미국 달러화표시 5년간 중도 비상환(Non-call), 만기 30년, 5% 수준의 금리, 중도 상환 시 금리상향조건이 부여된 유가증권이 대부분임
- 해외 기관투자자들에게 국내 보험회사가 발행한 높은 금리의 신종자본증권 수요는 높은 편임

■ 해외 신종자본증권 발행비용과 더불어 잠재 편익을 고려하면 현재 국내 보험회사의 신종자본증권 발행은 감내할 만한 수준임
- 해외 신종자본증권으로 조달된 자금으로 국내에 투자하든 해외에 투자하든 순조달비용(=달러운용이익률-달러발행비용)이 높아 순손실을 볼 가능성이 높음
- 신종자본증권의 순조달비용은 투자운용이익률(=3.5%)과 달러화표시 발행비용(=5%)의 차이인 -1.5%의 손실을 초래함
- 그러나 이자지급손비처리에 따른 세금절감효과, 환헤지 시 달러 프리미엄 확보, 지급여력비율 하락에 따른 자본의 조달비용 절감 등의 편익이 있음

■ 그러나 미국금리의 지속적인 상승으로 인한 금리격차가 확대될 경우, 해외신종증권 발행이 줄어들 수 있어 보험회사들은 자본확충을 확보하기 위한 별도의 대안을 마련할 필요가 있음

## 1. 검토배경

■ 최근 보험회사들은 유상증자, 후순위차입, 신종자본증권 발행 등을 통해 자본 확충[1]에 노력하고 있으나 유상증자는 낮은 배당성향, 지분희석 우려, 낮은 투자가치 등으로 제한적임

- 자본 확충의 전통적인 수단인 유상증자는 보험회사의 낮은 배당성향으로 투자자 관점에서 매력도가 낮음
  - 대형 생명보험회사의 배당성향[2]은 약 25%[3]로 금융권의 평균배당성향 40% 이상보다 절대적으로 낮은 수준임
  - 상장 보험회사의 경우 추가적인 배당성향 위축은 주주 친화적인 정책과 정면 배치되는 등 여러 부작용을 초래함
- 보험회사들은 대주주의 지분희석에 대한 경영권 변동을 우려하여 유상증자를 꺼림
- 게다가 낮은 배당성향, 고금리 계약의 부담, 지급여력비율 하락 우려 등으로 보험회사 가치의 성장성을 보여주지 못해 투자매력도가 낮음

■ 후순위차입과 신종자본증권 등 금융수단(financial instruments)은 2016년부터 상시 발행이 허용되면서 발행물량이 증가하고 있는데, 최근 들어 해외통화표시[4] 신종자본증권 발행이 증가하고 있음

- 후순위 채권은 잔존만기가 5년 이내의 경우 매해 20%씩 자본인정비율이 축소되며 가용자본 중 보완자본으로 인정됨
- 이에 반해 신종자본증권은 기업회계 기준의 자본으로 감독회계 기준으로는 만기까지 100% 가용자본으로 인정받는 금융상품임

---

1) 채권계정재분류를 통한 지급여력비율을 관리하는 방법으로 만기보유에 있는 잔여만기가 짧은 채권을 매각하고 장기채를 매입하면 자산듀레이션이 확대될 수 있음. 신종자본증권 발행은 가용자본 증가를 통해 RBC를 제고시킬 뿐 아니라 조달된 자금으로 매입한 채권을 매도가능채권으로 분류하면 IFRS 17 도입 전인 2020년까지는 금리민감도가 커지지만 도입 이후에는 부채-자산듀레이션 매칭으로 금리민감도가 감소함. 따라서 현재 RBC 회계상에서는 채권계정분류가 불리한 점이 있지만 K-ICS 도입 이후에는 오히려 유리할 수 있음

2) 배당성향=현금배당/당기순익

3) 2016년 말 기준 대형생명보험회사 3사 배당성향의 단순평균임. 각사 사업보고서를 참조하여 작성하였으며, 당기순이익은 연결재무제표 기준임

4) 이하에서는 해외통화표시 신종자본증권을 달러화 신종자본증권 또는 해외 신종자본증권을 혼용해서 사용하고 있음

■ 한편 신종자본증권 발행은 보험회사의 지급능력을 개선시킨다는 긍정적인 면도 있으나 다른 한편으로 높은 발행금리 및 채무증가에 대한 우려도 제기되고 있음

- 신종자본증권 발행은 IFRS 17과 K-ICS 도입으로 자본이 축소되거나 요구자본이 확대될 것에 대비하기 위한 선제적 조치로, 그 이점이 있음
- 운용수익률을 넘는 신종자본증권을 발행하는 것은 향후에 재무적 부담이 될 수 있다는 우려가 있음

■ 이하에서는 높은 조달금리에도 불구하고 신종자본증권 발행 물량이 확대되는 이유와 발행 방식, 그리고 그 영향을 살펴보고자 함

- 신종자본증권 발행을 원화 대비 해외통화로 발행하는 이유와 그 영향은 무엇인지 살펴보고자 함
- 해외통화표시 신종자본증권 발행 시 환헤지 여부와 환헤지 시 그 방법과 영향을 검토하고자 함

## 2. 해외통화표시 신종자본증권 발행 현황 및 구조

### 가. 해외 신종자본증권 현황

■ 최근 보험회사의 외화표시 신종자본증권 발행 규모는 증가하는 추세임(<표 1> 참조)

- 보험회사의 신종자본증권 발행은 2014년부터 시작되었으나 2016년 상시발행이 허용되면서 2017년부터 본격적으로 발행되는 추세임
- 최근까지 보험회사의 외화표시 신종자본증권 발행 잔액은 30억 달러 수준이며 금년 조달계획 규모는 약 3조 9,440억 원 규모임
  - 올해에는 상반기에만 유상증자 · 신종자본증권 · 후순위채 등 수단을 통해 4조 6,000억 원 규모의 자본을 확충함
- 상당수의 보험회사들이 외화 신종자본증권 발행을 준비 중이며 올 하반기에도 외화 신종자본증권 발행 규모가 5억 달러에 이를 것으로 전망됨
  - 미국과 유럽 지역 270곳의 해외 기관투자자들의 신규 청약이 몰리고 있음

〈표 1〉 국내 보험회사 신종자본증권 발행 현황

| 발행일 | 발행사 | 발행 규모 | 표면이율 | 발행금리 구조 | 만기 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014.10.21 | 코리안리 | USD 2억 | 4.500% | 5T+314.7bp | 30년, Non-call 5년 | 사모[1]/콜 |
| 2017.7.24 | 교보생명 | USD 5억 | 3.950% | 5T+209.1bp | 30년, Non-call 5년 | 사모/콜 |
| 2017.11.30 | 현대라이프 | KRW 400억 | 6.100% | - | 30년 | 사모/콜 |
| 2017.11.9 | 흥국생명 | USD 5억 | 4.475% | 5T+247.2bp | 30년, Non-call 5년 | 사모/콜 |
| 2018.2.28 | 현대라이프 | KRW 600억 | 6.200% | - | 30년 | 사모/콜 |
| 2018.4.23 | 한화생명 | USD 10억 | 4.700% | 5T+200bp | 30년, Non-call 5년 | 사모/콜 |
| 2018.5.21 | KDB생명 | USD 2억 | 7.500% | 5T+465.8bp | 30년, Non-call 5년 | 사모/콜 |
| 2018년 3분기 | 현대해상(예정) | USD 5~7억 | - | - | - | - |
| 2018년 7월 | 교보생명(예정) | USD 5~10억 | - | - | - | - |
| 2018년 7월 | 동양생명(예정) | USD 3~5억 | - | - | - | - |

주: 1) 기관투자가나 특정 개인에 대한 개별적 접촉을 통해 증권을 매각하는 방식
자료: 각사 경영공시; 국제금융센터; 언론기사

## 나. 해외 신종자본증권 발행구조 및 역할

### ■ 국내 보험회사가 발행한 달러화표시 만기 30년 신종자본증권 금리는 평균적으로 5% 수준에 있으며 5년 비상환 및 금리상향조건이 부가됨(〈표 1〉 참조)

- 달러화 표시로 발행되며 발행금리는 달러화의 경우 5년 만기 달러국채 금리(5T)에 일정한 가산금리(코리안리의 경우 314.7bp)를 합산한 금리로 결정됨
- 만기가 30년으로 정해져 있고 재연장이 가능하며 5년 이전에는 콜(중도상환)옵션을 행사할 수 없고(Non-call) 5년 이후 상환여부는 발행사인 보험회사가 결정함
- 중도 상환되지 않을 경우 금리(상향) 재조정은 10년 이후 1회에 한하여 발행금리에 가산스프레드가 부가되는 방법으로 이루어짐
  - 예를 들면, 금리상향조정 금리는 초기 발행금리에 100bp를 가산함

- 신종자본증권을 매입한 투자자의 경우 지역별로는 아시아가 가장 많고 기관별로는 보험회사, 국부펀드, 자산운용사, 펀드 등임

■ 신종자본증권발행은 K-ICS 제도에서도 가용자본의 구성요인으로 인정받고 있어 신지급여력비율 관리에 실효적인 역할을 제공함

- 신종자본증권은 2021년 도입될 IFRS 17 제도에서 일반회계상 자본으로, K-ICS 감독회계상 가용자본으로 분류됨
- 만기가 30년 이상이며 재연장이 가능해 사실상 반영구적이고 변제순위가 후순위채권보다 후순위인 신종자본증권은 만기 때까지 발행금액 전액이 자본으로 인정됨
  - 신종자본증권은 후순위채권보다도 변제권 후순위, 만기 영구적, 이자지급 정지 가능이라는 면에서 자본성이 우수함

## 3. 신종자본증권 발행 편익 분석

### 가. 해외 신종자본증권 발행 순조달 비용

■ 신종자본증권 발행비용은 명시적으로 자산운용이익률과 달러화표시 발행비용의 차이인 순조달비용에 의해 측정됨

- 신종자본증권 발행에 따른 (평균)명시적 비용은 발행에 따른 제반수수료 및 조달금리의 합으로 5% 수준임
  - 제반수수료는 0.5%에 달하고 조달금리는 각 발행사의 신용위험도에 달라 3.9~6%대에 달해 평균 조달금리는 5% 수준임
- 보험회사의 평균 자산운용이익률은 국내 자산운용이익률인 3.5% 수준에 달함
- 따라서 신종자본증권 발행의 순조달비용은 투자운용이익률과 명시적 비용과의 차이인 -1.5%의 손실(=3.5%-5%)이 발생함
- 달러화표시 발행비용을 원화로 평가한 발행비용과 동일하다고 가정한 이유는 원/달러 기대 평가절하율이 제로라고 가정하고 있기 때문임
  - 국내 원화조달금리=달러조달금리-달러 대비 원화기대평가절하율

## 나. 해외 신종자본증권 발행의 편익

### 첫째, 환헤지 달러프리미엄을 감안하면 외화 신종자본증권 발행비용을 부분적으로 절감할 수 있음

- 환헤지 프리미엄을 감안한 신종자본증권 발행의 편익은 다음과 같이 표시할 수 있음
  - 신종자본증권 편익=순조달비용(=자산운용이익률-발행비용)+환헤지 달러프리미엄(1% 내외)
- 환헤지 시 달러프리미엄의 수준은 국내 금융시장 달러화의 공급과 수요 요인의 상호작용과 1년 이하인 단기와 장기인 환헤지 방식에 의해 결정됨
  - 달러 프리미엄은 달러를 담보로 제공하고 원화를 차입할 때 지급하는 과정에서 얻게 되는 프리미엄을 말함
  - 달러 프리미엄의 수준은 외국금융기관들의 달러 공급 의향과 외국투자가들이 국내 채권에 투자하는 의향에 의해 결정되는데, 예컨대 외국금융기관들의 달러 공급에 어려움이 있으면 달러프리미엄은 높아지는 경향이 있음
- 현재 국제금융시장에서는 단기 환헤지 시 달러프리미엄의 변동성이 장기보다 높은 편임

### 둘째, 신종자본증권의 중도상환 옵션은 자금조달비용 관리 측면에서 발행사에게 유리한 면이 있음

- 해외금리가 지속적으로 하락하는 경우, 발행 5년째 낮은 시장금리로 조달하여 원금을 상환함으로써 자금조달비용을 절감할 수 있음
- 한편 해외금리가 상승하는 경우에 중도상환을 행사하지 않음으로써 시중금리보다 낮은 금리로 자금을 조달하는 효과가 있음
- 따라서 금리향방에 따라 중도상환 옵션행사 여부를 결정함으로써 자금조달비용을 관리할 수 있음

### 마지막으로, 신종자본증권이 지급하는 이자는 손비처리대상이므로 이에 따른 세금절세효과는 발행사의 편익이 될 수 있음

- 지급이자 손비처리에 따른 혜택은 국내 법인세율에 이자지급을 곱한 금액임
- 예컨대, 국내 법인세율(t)이 22%라고 하고 신종자본증권의 이자지급(r×B)은 손비처리대상이므로 실제 세후 조달비용은 이자에 법인세율을 곱한 금액만큼 차감한 값임
  - 신종자본증권 발행에 따른 세후 자금조달비용=(1-t)×r×B

## 4. 평가 및 시사점

■ 해외 신종자본증권이 발행사에게 주는 비용과 편익을 평가할 때 순조달비용뿐만 아니라 다른 잠재적 혜택이 포함되면 순편익이 보다 클 수 있어 현재 국내 보험회사의 신종자본증권 발행은 감내할 만한 수준임

- 신종자본증권 발행에 따른 잠재적 혜택이란 이자지급손비처리에 따른 세금절감 효과, 환헤지 시 달러 프리미엄 확보, 지급여력비율 하락에 따른 자본의 조달비용 절감을 포함함
- 순편익이란 잠재적 혜택에서 순조달비용을 차감한 값임

■ 그러나 향후 미국 금리의 지속적인 상승으로 한-미 금리격차가 확대될 경우 해외 신종증권 발행 유인이 줄어들게 되어 별도의 자본확충 대안 수단이 마련될 필요가 있음

- 미국금리가 급등하여 한-미 금리차가 확대되는 경우 순조달비용이 다른 잠재적 편익을 압도하여 보험회사들의 신종자본증권을 발행할 유인이 약화될 수 있음
- 국내 금리도 동반 상승하는 경우 보험부채의 시가평가가 도입되는 2021년 이전까지는 채권평가손실에 따른 가용자본 위축으로 RBC 비율이 낮은 보험회사들은 재무적 어려움에 직면할 것으로 전망됨 – 2021년 보험부채를 시가평가하면 금리상승은 보험회사의 지급여력비율을 개선시키는 효과가 있음
- 따라서 보험회사들은 추가적으로 가용자본을 확충하는 데 어려움에 직면할 수 있어 자본확충 대안 수단을 마련할 필요가 있음 KiRi